

煤炭开采行业三季报总结

前三季度行业盈利好于预期，龙头公司业绩稳健性强

核心观点:

- **业绩概览:** 前三季度行业上市公司整体盈利平稳增长，第 3 季度环比略降，龙头公司业绩好于预期

2019 年以来煤炭市场整体表现相对一般，供需弱平衡格局下，动力煤价中枢小幅回落。前 9 月秦港 5500 大卡动力末煤均价为 598 元/吨，相比较 18 年全年均价 647 元/吨下降约 7.5%。而焦煤方面受益于下游钢铁焦炭行业延续高开工，需求表现较好，前 9 月焦煤均价同比小幅提升。行业盈利方面，根据国家统计局数据，前三季度行业规模以上企业实现利润总额 2165 亿元，同比下降 3.2%。而上市公司方面，根据三季报，我们覆盖的 28 家煤炭开采公司前三季度合计归母净利润和扣非后净利分别为 827 亿元和 761 亿元，同比增长 11.3% 和 7.0%，神华、陕煤等公司业绩均好于预期。第 3 季度各公司整体归母净利润环比增长 6.4%，扣非净利环比下降 4.7%。

- **财务分析:** 前三季度平均毛利率和净利率约 28.4% 和 10.4%，经营性现金流同口径小幅增长，负债率继续回落

盈利能力: 前三季度煤炭板块各公司毛利率、净利率和 ROE 平均分别为 28.4%、10.4%、8.8%，同比分别下降 2.9、1.1 和 0.1 个百分点，整体盈利能力略有下降。

资本开支: 由于部分公司收回投资或处置资产，前三季度各公司投资支出净额合计为现金流出 451.3 亿元，同比下降 28.5%。除少数公司存在部分建设煤矿和煤化工项目外，多数公司资本开支增长幅度不大或有所下降。

其他指标: 1) 前三季度各主要公司期间费用率均值为 14.4%，同比提升 0.1pct。2) 前三季度各主要公司整体经营性现金流净额略有下降，主要受神华财务公司和剥离电厂影响，剔除神华后，行业整体回升约 4%。3) 前三季度多数公司负债率仍在平稳回落，截至三季度末，各公司资产负债率均值为 54.6%，较 18 年末下降 0.7pct，较去年同期下降 0.3pct。

- **经营状况:** 前三季度产销量小幅增长，吨煤价格略有回落，平均吨煤净利约 77 元

产销量: 前三季度有披露经营数据的各公司产量和销量合计分别为 6.5 亿吨和 9.8 亿吨，同比分别增长 4.9% 和 10.7%，产量同比增速与全国规模以上企业产量增速接近。

吨煤价格和成本: 前三季度多数公司煤价小幅回落，而成本相比去年同期有所提升。根据我们测算，各公司吨煤价格平均同比降幅约 2.2%；吨煤成本平均同比小幅提升 3.4%。

吨煤净利: 按原煤产量和扣非净利润口径来测算，前三季度各公司吨煤净利平均约为 77 元/吨，同比下降 7 元/吨。其中，淮北矿业、盘江股份等公司吨煤净利在 120 元以上。

- **行业观点:** 煤价或逐步企稳，3 季报龙头公司盈利稳健性增强，行业估值处于低位
- 煤炭市场方面，近期动力煤价格延续弱势，目前秦港 5500 大卡动力末煤平仓价回落至 557 元/吨，而焦煤市场逐步企稳。展望后期，沿海电厂耗煤同比继续改善，焦煤产业链开工率维持高位，而供给端安监、环保、进口煤也延续较严的力度，总体看预计煤价有望维持中高位运行。

板块方面，近期煤炭下游总体仍延续平稳增长，特别是 9 月以来随着水电出力减少，火电发电量和电厂耗煤增速明显改善。供给端，9 月原煤产量 3.2 亿吨，同比增长 4.4%，10 月以来各地煤矿发生多起安全事故，临近年底预计安监环保力度有望加强，产量释放受限；而进口方面 9 月煤炭进口量 3029 万吨，环比下降 8.1%，预计 4 季度环比有望继续下滑。我们维持前期观点，煤炭价格特别是影响多数公司盈利的长协价格未来将逐步趋稳，中长期煤炭供需基本平衡，龙头企业盈利稳定性较高，部分分红率较高的公司价值显现。今年以来虽然煤价整体有明显回落，但多数公司盈利稳健增长，预计在行业龙头盈利稳定性不断增强的预期下，估值整体有望提升。建议重点关注：陕西煤业、中国神华、兖州煤业、潞安环能等行业白马龙头。

- **风险提示:** 下游需求增速不及预期，进口煤过快增长，煤价超预期下跌，各公司成本费用过快上涨。

行业评级

买入

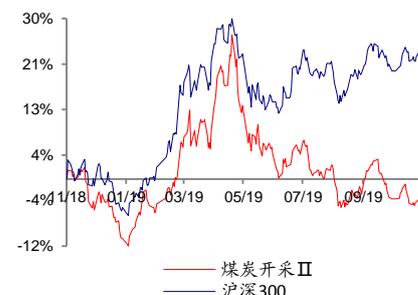
首次评级

买入

报告日期

2019-11-01

相对市场表现



分析师:

沈涛



SAC 执证号: S0260512030003

SFC CE No. AUS961



010-59136693



shentao@gf.com.cn

分析师:

安鹏



SAC 执证号: S0260512030008

SFC CE No. BNW176



021-60750610



anpeng@gf.com.cn

分析师:

宋炜



SAC 执证号: S0260518050002

SFC CE No. BMV636



021-60750610



songwei@gf.com.cn

相关研究:

煤炭开采行业周报:煤价延续 2019-10-27

弱稳运行，产地煤矿安监环保力度有望加强

煤炭开采行业周报:煤价弱稳 2019-10-20

运行，下游整体延续平稳增长

联系人: 康凯 010-5913-6630

kangkai@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理 价值 (元/ 股)	EPS(元)		PE(x)		PB(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
中国神华	601088.SH	RMB	18.38	2019/10/29	买入	23.00	2.30	2.30	7.99	7.99	0.98	0.87	12.23	10.92
陕西煤业	601225.SH	RMB	8.47	2019/10/30	买入	11.06	1.16	1.23	7.27	6.91	1.47	1.30	20.15	18.81
兖州煤业	600188.SH	RMB	10.44	2019/10/28	买入	13.90	1.74	1.78	6.01	5.88	0.83	0.75	13.79	12.80
潞安环能	601699.SH	RMB	7.01	2019/10/31	买入	9.13	0.91	1.00	7.67	7.01	0.76	0.69	9.90	9.78
中国神华	01088.HK	HKD	15.72	2019/10/29	买入	19.70	2.30	2.30	6.15	6.15	0.75	0.67	12.23	10.92
兖州煤业股份	01171.HK	HKD	7.97	2019/10/28	买入	10.50	1.74	1.78	4.13	4.04	0.57	0.52	13.79	12.80

注：A+H 股上市公司的业绩预测一致，且货币单位均为人民币元；对应的 H 股 PE 和 PB 估值，为最新 H 股股价按即期汇率折合为人民币计算所得。

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

业绩概览：前三季度盈利平稳增长，第 3 季度环比略降，龙头公司业绩好于预期.....	5
前三季度业绩：整体收入和盈利同比增速分别达 7.0%和 11.3%.....	5
第 3 季度业绩：营业收入环比增长 1.0%，扣非净利环比下降 4.7%.....	7
财务分析：前三季度平均毛利率和净利率约 28%和 10%，负债率继续回落.....	9
盈利能力：前三季度平均毛利率、净利率、ROE 分别小幅下降至 28.4%、10.4%、8.8%.....	9
营运能力：前三季度平均应收账款和存货周转率分别上升 9.2%和下降 0.2%.....	10
资本开支：前三季度投资流量净额同比下降 28.5%，多数公司资本开支增幅不大或有所下降.....	12
其他指标：前三季度平均期间费用率基本平稳，经营性现金流同口径略增长，负债率继续回落.....	15
经营状况：前三季度整体产销量小幅增长，吨煤价格略有回落，平均吨煤净利约 77 元.....	20
产销量：前三季度整体产销量同比增长 4.9%和 10.7%.....	20
价格&成本：前三季度吨煤价格同比降幅 0.7%，吨煤成本平均涨幅 3.4%，平均吨煤净利约 77 元.....	22
行业观点：煤价有望逐步企稳，龙头公司盈利稳健性增强，行业估值处于低位.....	25
风险提示.....	26

图表索引

表 1: 2018-2019Q1-3 行业重点上市公司业绩概览.....	6
表 2: 2018-2019Q1-3 行业重点上市公司单季度归母净利润 (单位: 亿元)	8
表 3: 2018-2019Q1-3 行业重点上市公司毛利率、净利率、ROE 概览.....	
表 4: 2018-2019Q1-3 行业重点上市公司运营能力概览	11
表 5: 2018-2019Q1-3 行业重点上市公司投资活动现金流量净额概览 (单位: 亿元)	12
表 6: 2018-2019Q1-3 行业重点上市公司费用率概览.....	15
表 7: 2018-2019Q1-3 行业重点上市公司现金流概览 (单位: 亿元)	18
表 8: 2018-2019Q1-3 行业重点上市公司资产负债率概览.....	19
表 9: 2018-2019Q1-3 行业重点上市公司煤炭/焦炭产量 (单位: 万吨)	20
表 10: 2018-2019Q1-3 行业重点上市公司煤炭/焦炭销量 (单位: 万吨)	21
表 11: 2018-2019Q1-3 行业重点上市公司煤炭/焦炭价格 (单位: 元/吨)	23
表 12: 2018-2019Q1-3 行业重点上市公司煤炭/焦炭成本 (单位: 元/吨)	23
表 13: 2018-2019Q1-3 行业重点上市公司煤炭/焦炭吨净利 (单位: 元/吨)	24

业绩概览: 前三季度盈利平稳增长, 第3季度环比略降, 龙头公司业绩好于预期

前三季度业绩: 整体收入和盈利同比增速分别达 7.0%和 11.3%

2019年以来煤炭市场整体表现相对一般。其中动力煤方面, 前8月火电发电量累计同比下降0.1%, 主要受下游需求回落及水电挤占, 9月以来开始有所改善; 而供给端上半年受陕西榆林煤矿复产进度较慢、陕蒙地区煤管票管控较严等影响, 产地供给维持偏紧状态, 下半年以来随着产地煤矿基本恢复正常, 进口煤增量相对较大, 供需弱平衡格局下, 煤价中枢小幅回落。前9月秦港5500大卡动力末煤均价为598元/吨, 相比较18年全年均价647元/吨下降约7.5%。而焦煤方面受益于下游钢铁焦炭行业延续高开工, 需求表现较好, 前9月焦煤均价同比小幅提升, 其中太原古交2号焦煤车板价前9月均价为1666元/吨, 相比较18年均价1636元/吨提升约1.8%。

从行业盈利来看, 根据国家统计局数据, 前三季度行业规模以上企业实现利润总额2165亿元, 同比下降3.2%。而从上市公司层面来看, 由于资产质量好于行业平均水平, 煤炭上市公司盈利仍维持稳健增长。根据三季报, 我们覆盖的28家煤炭开采公司前三季度合计营业收入和归属于母公司净利润分别为7740亿元和827亿元, 同比分别增加7.0%和11.3%。而扣除中国神华后合计为5962亿元和456亿元, 同比分别增加12.6%、16.9%。扣除非经常性损益后, 前三季度各公司合计归母净利以及扣除神华后合计归母净利分别为761亿元和407亿元(去年同期为711亿元和354亿元), 同比分别增加7.0%和15.1%。表明在煤价下行的背景下, 受益于各公司的成本费用控制, 盈利整体仍有明显回升。

此外, 行业主要6家焦化公司前三季度合计营业收入和归属于母公司净利润分别为402.8亿元、45.4亿元, 同比分别增长1.0%和下降10.1%。而扣除非经常性损益后, 前三季度各公司合计归母净利为43.7亿元(去年同期为25.3亿元), 同比增加72.8%。

我们关注的其他几家公司中供应链管理公司易见股份、瑞茂通前三季度归母净利润分别达到7.8亿元和3.6亿元, 同比分别增长14.7%和下降4.1%; 煤层气开采公司蓝焰控股归母净利为5.1亿元, 同比增长11.4%。

◇ **前三季度盈利规模较高的公司包括:**

- 1. 中国神华 (370.9亿元/同比+5.1%)**, 公司三季度盈利平稳回升, 1月31日公司与国电组建合资公司交易完成, 前三季度原煤产量同比下降2.5%, 但期间费用同比减少20.5亿元, 投资收益同比增加19.6亿元, 所得税费用同比减少15.8亿元。
- 2. 陕西煤业 (90.8亿元/同比+2.5%)**, 在上半年受陕西停产影响背景下, 前三季度公司煤炭产销量同比增长4.3%和21%, 吨煤售价同比提升2.7%, 投资收益同比增加1.5亿元, 公允价值变动损益同比增加1.6亿元, 所得税费用同比减少0.9亿元。
- 3. 兖州煤业 (69.8亿元/同比+26.9%)**, 前三季度公司盈利回升显著, 期间费

用同比减少29.2亿元，其中财务费用同比减少13.2亿元，管理费用同比减少13.7亿元，主要因部分社会保险自2018年起纳入济宁市统筹管理，公司于2018年上半年一次性计提社会保险费10.16亿元。

4. 中煤能源（57.6亿元/同比+41.8%），主要由于母杜柴登煤矿、纳林河二号煤矿投产运营，煤炭产销量增量明显，同时成本费用控制也较好。

◇ 前三季度盈利增速较快的公司包括：

1. 神火股份（25.2亿元/同比+730.8%），前三季度公司主业经营小幅改善，同时确认资产处置收益30.2亿元，主要是确认山西省左权县高家庄煤矿探矿权转让收益。

2. 永泰能源（1.31亿元/同比+321.5%），前三季度主业经营小幅改善，债务压力有所减轻，财务费用同比减少3.4亿元。

3. 新集能源（19.4亿元/同比+113.3%），前三季度主业经营保持平稳，营业外收入同比增加8.7亿元，主要是确认产能置换指标交易收益。

4. 山煤国际（7.98亿元/同比+97.7%），前三季度公司煤炭生产业务保持基本平稳，对公司业绩拖累较大的部分贸易公司剥离后，财务费用同比减少2.4亿元，少数股东损益同比减少3.9亿元。

表 1：2018-2019Q1-3 行业重点上市公司业绩概览

		营业收入（亿元）				归母净利润（亿元）			
		2018A	2018Q1-3	2019Q1-3	同比增速	2018A	2018Q1-3	2019Q1-3	同比增速
动力煤									
601088.SH	中国神华	2641.01	1940.84	1778.49	-8.4%	438.67	352.78	370.88	5.1%
600188.SH	兖州煤业	1630.08	1191.90	1506.11	26.4%	79.09	55.04	69.84	26.9%
601898.SH	中煤能源	1041.40	771.37	942.39	22.2%	34.35	41.25	57.61	41.8%
601225.SH	陕西煤业	572.24	411.31	507.55	23.4%	109.93	88.64	90.83	2.5%
600546.SH	山煤国际	381.43	359.40	316.16	-12.0%	2.20	4.03	7.98	97.7%
601001.SH	大同煤业	112.59	78.87	87.48	10.9%	6.60	6.58	6.77	2.9%
601918.SH	新集能源	87.50	67.40	71.66	6.3%	2.61	9.08	19.36	113.3%
002128.SZ	露天煤业	82.30	59.21	142.19	140.1%	20.27	15.09	19.60	29.9%
600403.SH	大有能源	78.61	58.17	45.45	-21.9%	6.51	6.73	1.53	-77.3%
600508.SH	上海能源	68.49	51.87	55.67	7.3%	6.61	7.56	6.68	-11.7%
600971.SH	恒源煤电	59.00	46.63	47.11	1.0%	12.21	6.89	7.19	4.3%
600397.SH	安源煤业	50.49	35.13	39.94	13.7%	0.64	0.81	-0.86	-
600121.SH	郑州煤电	48.10	36.55	29.13	-20.3%	1.52	1.65	-0.65	-
000552.SZ	靖远煤电	40.92	30.85	29.14	-5.6%	5.73	4.93	3.83	-22.2%
000780.SZ	平庄能源	22.24	15.13	15.60	3.1%	-2.51	-0.52	-1.72	-
炼焦煤									
600985.SH	淮北矿业	546.87	448.28	462.52	3.2%	35.49	24.63	28.33	15.0%
000983.SZ	西山煤电	322.71	233.72	246.60	5.5%	18.02	15.23	18.06	18.6%

601699.SH	潞安环能	251.40	173.20	174.10	0.5%	26.63	22.29	21.13	-5.2%
600157.SH	永泰能源	223.27	166.35	152.83	-8.1%	0.66	0.31	1.31	321.5%
000937.SZ	冀中能源	214.58	162.99	169.58	4.0%	8.72	8.49	7.32	-13.8%
600997.SH	开滦股份	204.60	154.50	157.28	1.8%	13.63	9.91	10.11	2.0%
601666.SH	平煤股份	201.53	145.42	178.61	22.8%	7.15	5.29	8.87	67.6%
600740.SH	山西焦化	72.29	52.03	52.50	0.9%	15.33	12.87	8.99	-30.1%
600395.SH	盘江股份	60.90	44.44	49.44	11.3%	9.45	7.26	8.96	23.4%
无烟煤									
600348.SH	阳泉煤业	326.84	252.85	244.94	-3.1%	19.71	14.04	15.97	13.7%
000933.SZ	神火股份	188.35	142.39	134.15	-5.8%	2.39	2.92	25.23	730.8%
600123.SH	兰花科创	85.29	63.15	61.61	-2.4%	10.81	9.88	7.40	-25.1%
601101.SH	昊华能源	58.10	43.19	42.21	-2.3%	7.21	9.08	6.02	-33.7%
焦化									
000723.SZ	美锦能源	151.47	104.89	108.00	3.0%	17.97	11.81	8.25	-30.1%
600989.SH	宝丰能源	130.52	92.90	97.47	4.9%	36.96	23.88	28.33	18.6%
601015.SH	陕西黑猫	104.72	73.25	71.56	-2.3%	3.25	2.03	0.13	-93.4%
603113.SH	金能科技	88.12	63.50	62.08	-2.2%	12.70	9.22	5.93	-35.7%
600792.SH	云煤能源	53.99	38.28	42.36	10.7%	1.92	0.85	2.12	150.4%
601011.SH	宝泰隆	35.60	26.04	21.34	-18.1%	3.43	2.76	0.68	-75.3%
其他									
600180.SH	瑞茂通	380.96	282.63	259.05	-8.3%	4.75	3.78	3.62	-4.1%
600093.SH	易见股份	145.06	124.01	99.23	-20.0%	8.14	6.77	7.77	14.7%
000968.SZ	蓝焰控股	23.33	14.18	14.65	3.3%	6.79	4.78	5.06	5.9%
焦化总计		564.42	398.87	402.80	1.0%	76.22	50.55	45.44	-10.1%
煤炭总计*		9673.14	7237.15	7740.44	7.0%	899.64	742.75	826.59	11.3%
煤炭总计(除神华)		7032.13	5296.31	5961.95	12.6%	460.97	389.97	455.71	16.9%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

*剔除焦化及其他公司

第3季度业绩: 营业收入环比增长 1.0%, 扣非净利环比下降 4.7%

第3季度重点煤炭公司营业收入同比下降2.7%, 环比增长1.0%。各公司第1、2、3季度归母净利润合计分别为266.2亿元、272.0亿元和289.4亿元, 而扣非后分别为247.7亿元、262.6亿元和250.2亿元, 3季度环比分别增长6.4%和下降4.7%。扣除神华后第1、2、3季度归母净利润分别为140.3亿元、155.4亿元和160.9亿元, 而除神华并扣非后分别为134.3亿元、149.3亿元和123.4亿元, 3季度环比分别增长3.6%和下降17.4%。

表 2: 2018-2019Q1-3 行业重点上市公司单季度归母净利润 (单位: 亿元)

		2018A	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q3 环比
动力煤										
601088.SH	中国神华	438.7	116.3	113.4	123.0	85.9	125.9	116.6	128.5	10.2%
601225.SH	陕西煤业	109.9	28.4	31.0	29.2	21.3	27.7	31.0	32.1	-46.8%
600188.SH	兖州煤业	79.1	22.3	21.1	11.6	24.0	23.1	30.5	16.2	3.7%
601898.SH	中煤能源	34.3	14.1	13.5	13.7	-6.9	15.4	22.5	19.7	-12.2%
002128.SZ	露天煤业	20.3	7.5	4.3	3.3	5.2	8.0	5.8	5.9	2.1%
600971.SH	恒源煤电	12.2	2.0	2.5	2.4	5.3	2.4	2.6	2.2	1.5%
600508.SH	上海能源	6.6	3.4	2.6	1.5	-1.0	2.4	2.4	1.9	261.7%
601001.SH	大同煤业	6.6	1.2	3.5	1.8	0.0	2.4	2.2	2.2	1.6%
600403.SH	大有能源	6.5	2.9	1.6	2.2	-0.2	1.5	-0.4	0.4	-
000552.SZ	靖远煤电	5.7	1.9	1.5	1.5	0.8	1.5	1.3	1.1	-21.8%
601918.SH	新集能源	2.6	3.6	4.1	1.4	-6.5	4.1	3.3	12.0	-12.8%
600546.SH	山煤国际	2.2	0.3	2.5	1.2	-1.8	2.2	2.9	2.9	-
600121.SH	郑州煤电	1.5	0.4	0.6	0.6	-0.1	0.1	0.0	-0.8	-
600397.SH	安源煤业	0.6	0.1	0.4	0.3	-0.2	0.2	-0.1	-1.0	-15.0%
000780.SZ	平庄能源	-2.5	0.0	-0.2	-0.3	-2.0	-1.8	-0.1	0.1	-
炼焦煤										
600985.SH	淮北矿业	35.5	0.1	0.6	23.9	10.9	9.1	10.2	9.1	-10.7%
601699.SH	潞安环能	26.6	7.1	6.8	8.4	4.3	8.7	6.3	6.1	-20.2%
000983.SZ	西山煤电	18.0	5.1	6.0	4.1	2.8	5.9	6.7	5.4	-3.6%
600740.SH	山西焦化	15.3	3.4	4.8	4.6	2.5	4.7	2.9	1.3	131.1%
600997.SH	开滦股份	13.6	2.5	3.3	4.1	3.7	3.7	3.5	2.9	22.9%
600395.SH	盘江股份	9.4	2.7	2.5	2.0	2.2	3.0	3.3	2.7	-18.4%
000937.SZ	冀中能源	8.7	2.9	3.2	2.4	0.2	2.3	2.2	2.7	7.4%
601666.SH	平煤股份	7.2	0.6	2.5	2.2	1.9	3.2	2.7	2.9	-55.2%
600157.SH	永泰能源	0.7	5.1	-1.7	-3.1	0.3	0.3	0.6	1.4	-15.7%
无烟煤										
600348.SH	阳泉煤业	19.7	5.0	3.8	5.2	5.7	5.3	5.3	5.3	-0.1%
600123.SH	兰花科创	10.8	2.0	4.3	3.6	0.9	2.1	3.3	1.9	-41.8%
601101.SH	昊华能源	7.2	2.7	3.7	2.7	-1.9	2.2	2.3	1.6	-31.8%
000933.SZ	神火股份	2.4	0.7	2.6	-0.4	-0.5	0.5	2.2	22.5	-
焦化										
000723.SZ	美锦能源	37.0	8.2	5.5	10.2	13.1	10.2	8.7	9.4	-19.3%
600989.SH	宝丰能源	18.0	3.1	2.3	6.4	6.2	3.7	2.5	2.0	8.6%
601015.SH	陕西黑猫	12.7	2.6	2.6	4.0	3.5	1.5	2.5	2.0	-
603113.SH	金能科技	3.4	0.6	0.9	1.2	0.7	0.8	0.1	-0.2	-18.8%
600792.SH	云煤能源	3.3	0.8	0.3	1.0	1.2	0.3	-0.5	0.3	32.1%
601011.SH	宝泰隆	1.9	0.1	0.0	0.8	1.1	0.2	0.8	1.1	-
其他										
600093.SH	易见股份	8.1	2.1	2.0	2.6	1.4	2.0	2.6	3.2	21.3%

000968.SZ	蓝焰控股	6.8	1.1	2.2	1.5	2.0	1.3	2.1	1.7	-16.9%
600180.SH	瑞茂通	4.8	2.6	0.9	0.3	1.0	2.4	0.8	0.4	-51.3%
总计*		899.6	244.6	244.8	253.3	156.9	266.2	272.0	289.4	6.4%
总计* (除神华)		461.0	128.3	131.4	130.3	71.0	140.3	155.4	160.9	3.6%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

*剔除焦化及其他公司

财务分析: 前三季度平均毛利率和净利率约 28%和 10%，负债率继续回落

盈利能力: 前三季度平均毛利率、净利率、ROE 分别小幅下降至 28.4%、10.4%、8.8%

前三季度煤炭板块各公司毛利率、净利率和ROE平均分别为**28.4%、10.4%、8.8%**，同比分别下降2.9、1.1和0.1个百分点，整体盈利能力略有下降。

- **毛利率较高的公司包括:** 大同煤业 (54.0%)、昊华能源 (52.4%)、宝丰能源 (44.5%)、陕西煤业 (43.7%)、中国神华 (42.3%)。
- **净利率水平较高的公司包括:** 新集能源 (29.1%)、宝丰能源 (29.1%)、陕西煤业 (25.9%)、中国神华 (24.7%)。
- **ROE较高的公司包括:** 神火股份 (32.6%)、新集能源 (30.6%)、陕西煤业 (16.5%)、淮北矿业 (15.5%)、宝丰能源 (15.4%)。

表 3: 2018-2019Q1-3行业重点上市公司毛利率、净利率、ROE概览

		毛利率			净利率			ROE		
		2018Q1-3	2019Q1-3	同比	2018Q1-3	2019Q1-3	同比	2018Q1-3	2019Q1-3	同比
动力煤										
601918.SH	新集能源	44.2%	41.8%	-2.4%	15.2%	29.1%	14.0%	17.0%	30.6%	13.6%
601225.SH	陕西煤业	52.5%	43.7%	-8.7%	32.1%	25.9%	-6.2%	18.5%	16.5%	-2.1%
002128.SZ	露天煤业	47.1%	27.7%	-19.4%	25.6%	15.0%	-10.6%	13.2%	12.9%	-0.3%
600546.SH	山煤国际	14.8%	19.2%	4.4%	4.0%	4.6%	0.6%	8.0%	12.2%	4.2%
601001.SH	大同煤业	56.3%	54.0%	-2.4%	14.1%	12.3%	-1.8%	11.1%	11.6%	0.5%
601088.SH	中国神华	41.5%	42.3%	0.8%	22.3%	24.7%	2.4%	11.0%	11.0%	0.0%
600188.SH	兖州煤业	19.9%	13.7%	-6.1%	6.3%	6.0%	-0.3%	9.5%	10.7%	1.2%
600971.SH	恒源煤电	39.9%	41.7%	1.8%	14.8%	15.2%	0.4%	9.3%	8.8%	-0.4%
600508.SH	上海能源	34.9%	30.9%	-4.0%	14.0%	11.2%	-2.9%	8.2%	6.9%	-1.3%
601898.SH	中煤能源	29.6%	30.9%	1.3%	8.3%	9.3%	1.0%	4.6%	6.1%	1.5%
000552.SZ	靖远煤电	30.1%	26.2%	-3.9%	16.0%	13.2%	-2.8%	7.0%	5.0%	-2.0%
600403.SH	大有能源	34.9%	26.7%	-8.2%	11.7%	2.8%	-8.9%	9.2%	2.1%	-7.2%
600121.SH	郑州煤电	35.0%	26.1%	-8.8%	9.9%	2.2%	-7.6%	4.8%	-1.9%	-6.6%

000780.SZ	平庄能源	40.4%	24.3%	-16.1%	-3.4%	-11.0%	-7.6%	-1.2%	-4.3%	-3.2%
600397.SH	安源煤业	13.1%	7.3%	-5.7%	2.3%	-2.3%	-4.6%	9.8%	-10.5%	-20.3%
炼焦煤										
600985.SH	淮北矿业	17.6%	16.5%	-1.1%	6.4%	6.3%	-0.1%	17.7%	15.5%	-2.2%
600395.SH	盘江股份	34.2%	38.0%	3.9%	16.4%	18.1%	1.8%	10.7%	13.2%	2.5%
600997.SH	开滦股份	15.6%	15.6%	0.1%	7.5%	7.4%	-0.1%	10.2%	9.3%	-0.8%
600740.SH	山西焦化	10.5%	-2.6%	-13.1%	24.8%	16.5%	-8.3%	46.4%	9.2%	-37.1%
000983.SZ	西山煤电	31.7%	33.0%	1.3%	7.5%	7.8%	0.3%	8.1%	8.8%	0.7%
601699.SH	潞安环能	40.0%	39.1%	-0.9%	12.2%	12.3%	0.1%	10.0%	8.5%	-1.6%
601666.SH	平煤股份	19.2%	19.9%	0.7%	4.2%	5.7%	1.5%	4.3%	6.6%	2.3%
000937.SZ	冀中能源	24.5%	21.6%	-2.9%	6.4%	5.6%	-0.8%	4.3%	3.6%	-0.7%
600157.SH	永泰能源	24.7%	30.7%	6.0%	0.6%	1.5%	0.9%	0.1%	0.6%	0.4%
无烟煤										
000933.SZ	神火股份	14.3%	16.6%	2.3%	1.7%	16.8%	15.0%	4.8%	32.6%	27.8%
600348.SH	阳泉煤业	17.4%	19.4%	1.9%	6.1%	6.8%	0.7%	7.8%	7.3%	-0.5%
601101.SH	昊华能源	55.9%	52.4%	-3.5%	23.5%	18.1%	-5.4%	11.5%	7.3%	-4.2%
600123.SH	兰花科创	41.4%	37.3%	-4.1%	14.1%	10.7%	-3.5%	10.0%	7.1%	-2.9%
焦化										
600989.SH	宝丰能源	44.8%	44.5%	-0.2%	25.7%	29.1%	3.4%	0.0%	15.4%	15.4%
603113.SH	金能科技	20.8%	14.6%	-6.2%	14.5%	9.5%	-5.0%	21.4%	11.5%	-9.9%
000723.SZ	美锦能源	28.6%	24.2%	-4.4%	12.8%	8.7%	-4.1%	14.6%	11.0%	-3.6%
600792.SH	云煤能源	10.2%	13.5%	3.3%	2.2%	5.1%	2.8%	2.8%	6.6%	3.7%
601011.SH	宝泰隆	26.9%	15.1%	-11.8%	10.5%	3.1%	-7.4%	4.7%	1.1%	-3.6%
601015.SH	陕西黑猫	11.4%	9.1%	-2.3%	3.6%	0.6%	-3.0%	3.7%	0.2%	-3.5%
其他										
000968.SZ	蓝焰控股	40.4%	42.7%	2.3%	33.3%	34.5%	1.2%	14.1%	12.4%	-1.7%
600093.SH	易见股份	5.5%	-0.1%	-5.5%	6.0%	9.0%	3.0%	9.9%	10.4%	0.5%
600180.SH	瑞茂通	7.0%	8.3%	1.3%	1.3%	1.4%	0.1%	7.0%	6.2%	-0.8%
算术平均*		31.5%	28.4%	-2.9%	11.6%	10.4%	-1.1%	10.2%	8.8%	-0.1%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

*剔除焦化及其他公司

营运能力: 前三季度平均应收账款和存货周转率分别上升 9.2%和下降 0.2%

前三季度各主要煤炭上市公司营运能力略有提升, 应收账款和存货周转率均值分别为15.6和14.2, 同比分别上升9.2%和下降0.2%; 对应的平均周转天数分别为17.3天和19.0天, 去年同期分别为18.9天和19.0天。

其中, 应收账款周转率较高的煤企包括兰花科创、淮北矿业、兖州煤业, 分别为50.8、34.5、32.3。

存货周转率较高的煤企包括阳泉煤业、盘江股份、安源煤业，分别为33.8、32.0、26.7。

表 4: 2018-2019Q1-3 行业重点上市公司运营能力概览

		应收账款周转率				存货周转率			
		2018A	2018Q1-3	2019Q1-3	同比增速	2018A	2018Q1-3	2019Q1-3	同比增速
动力煤									
600188.SH	兖州煤业	38.03	0.00	32.26	32.26	28.66	20.72	20.76	0.04
000683.SZ	远兴能源	51.75	30.95	29.76	-1.19	17.16	17.52	7.39	-10.13
600971.SH	恒源煤电	34.01	21.36	25.72	4.36	11.48	9.50	9.35	-0.14
600508.SH	上海能源	43.57	20.77	18.26	-2.50	16.03	11.19	10.88	-0.31
601088.SH	中国神华	24.22	16.64	19.38	2.73	14.39	9.34	8.86	-0.48
601918.SH	新集能源	17.26	13.38	14.32	0.94	21.95	18.26	16.61	-1.65
601898.SH	中煤能源	18.27	11.15	13.87	2.72	9.47	7.07	8.23	1.15
600546.SH	山煤国际	12.22	10.61	10.98	0.38	18.08	18.41	14.29	-4.12
601225.SH	陕西煤业	13.05	9.72	12.22	2.49	30.67	21.26	25.89	4.63
000552.SZ	靖远煤电	11.58	6.07	6.49	0.42	9.64	5.86	5.51	-0.35
600397.SH	安源煤业	9.15	5.88	6.68	0.80	29.58	21.09	26.68	5.59
601001.SH	大同煤业	9.18	5.71	8.40	2.69	17.41	11.38	10.85	-0.53
600403.SH	大有能源	6.80	4.95	4.17	-0.78	20.55	14.63	11.55	-3.08
000780.SZ	平庄能源	4.06	2.43	2.34	-0.09	37.98	8.65	23.63	14.98
002128.SZ	露天煤业	3.46	2.39	5.36	2.97	13.74	8.95	12.17	3.22
600121.SH	郑州煤电	2.63	1.85	1.42	-0.43	10.18	7.84	7.46	-0.37
炼焦煤									
600985.SH	淮北矿业	83.91	63.78	36.46	-27.32	57.34	50.72	24.59	-26.13
000983.SZ	西山煤电	14.46	8.84	10.17	1.32	6.77	4.64	4.85	0.20
601699.SH	潞安环能	6.47	3.53	3.56	0.03	16.75	8.59	10.63	2.04
600157.SH	永泰能源	6.96	4.98	6.04	1.06	27.65	21.55	17.45	-4.11
000937.SZ	冀中能源	7.17	4.80	8.44	3.64	22.22	15.74	17.82	2.09
600997.SH	开滦股份	10.06	7.76	7.97	0.21	13.85	12.97	10.97	-2.00
601666.SH	平煤股份	15.80	7.68	18.84	11.16	12.10	6.43	10.36	3.92
600740.SH	山西焦化	25.49	18.43	34.22	15.78	17.72	12.52	12.82	0.31
600395.SH	盘江股份	11.05	8.02	9.84	1.82	37.44	24.31	31.96	7.65
无烟煤									
000933.SZ	神火股份	82.93	57.02	29.24	-27.78	2.97	1.97	2.80	0.83
600123.SH	兰花科创	62.88	39.52	50.79	11.27	9.10	5.90	6.50	0.60
601101.SH	昊华能源	34.12	17.65	18.22	0.57	6.73	4.57	7.06	2.49
600348.SH	阳泉煤业	11.70	8.62	7.11	-1.51	42.92	31.07	33.78	2.70
焦化									
000723.SZ	美锦能源	10.15	7.22	5.01	-2.21	6.23	4.86	5.39	0.53
600989.SH	宝丰能源	607.72	0.00	621.87	621.87	14.42	10.09	8.73	-1.36
601015.SH	陕西黑猫	17.45	12.52	13.82	1.30	12.54	9.02	8.12	-0.90
603113.SH	金能科技	18.26	15.03	12.15	-2.88	12.93	9.13	10.23	1.10

600792.SH	云煤能源	7.37	5.21	5.20	0.00	11.98	8.44	9.27	0.83
601011.SH	宝泰隆	54.83	32.12	57.40	25.28	1.99	1.80	1.25	-0.55
其他									
600093.SH	易见股份	16.85	14.10	38.26	24.16	231.78	59.09	811.37	752.28
600180.SH	瑞茂通	9.20	7.16	6.48	-0.67	29.40	22.50	19.82	-2.68
000968.SZ	蓝焰控股	1.55	1.38	0.80	-0.58	4.46	1.43	3.21	1.79
算术平均*		23.18	14.29	15.60	1.31	20.02	14.23	14.20	-0.03

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

*剔除焦化及其他公司

资本开支: 前三季度投资流量净额同比下降 28.5%, 多数公司资本开支增幅不大或有所下降

从投资活动现金流量净额来看, 由于部分公司收回投资或处置资产, 前三季度各公司投资支出净额合计为现金流出451.3亿元, 相比18年同期现金净流出631.5亿元, 同比下降28.5%。剔除神华后的投资支出合计为413.4亿元, 同比下降16.1%。

不过, 从购建与处置固定资产、无形资产和其他长期资产发生现金流来看, 前三季度各公司合计支出为472.0亿元, 同比增长59.2亿元或14.3%, 除少数公司存在部分建设煤矿和煤化工项目外, 多数公司资本开支增长幅度不大或有所下降。资本开支增长明显的主要是兖州煤业(同比+49.5亿元), 宝丰能源(同比+21.2亿元), 淮北矿业(同比+15.0亿元)。

表 5: 2018-2019Q1-3 行业重点上市公司投资活动现金流量净额概览(单位: 亿元)

代码	公司名称	投资活动现金流量净额			
		2018A	2018Q1-3	2019Q1-3	2019Q1-3 同比
动力煤					
601088.SH	中国神华	-530.6	-139.0	-37.9	-72.7%
601898.SH	中煤能源	-146.1	-137.3	-78.9	-42.5%
601225.SH	陕西煤业	-79.6	-43.1	-48.4	12.3%
600188.SH	兖州煤业	-64.0	-24.8	-32.5	31.2%
600546.SH	山煤国际	-47.8	-25.8	-5.4	-78.9%
002128.SZ	露天煤业	-22.8	-9.4	-22.9	145.0%
601001.SH	大同煤业	-12.6	-14.3	-5.3	-63.2%
600508.SH	上海能源	-10.1	-9.1	-8.6	-5.7%
601918.SH	新集能源	-4.7	-3.4	-5.3	55.0%
600971.SH	恒源煤电	-4.2	-1.9	-9.1	381.1%
600403.SH	大有能源	-3.8	-0.5	-1.2	164.6%
000780.SZ	平庄能源	-2.2	-1.1	-1.1	-1.3%
600397.SH	安源煤业	-2.1	-2.1	-1.0	-53.5%
000552.SZ	靖远煤电	-1.3	-4.0	-5.3	34.8%

600121.SH	郑州煤电	-0.2	0.0	0.0	-75.1%
炼焦煤					
600157.SH	永泰能源	-57.1	-54.1	-9.6	-82.3%
000983.SZ	西山煤电	-30.5	-11.7	-21.8	86.8%
601666.SH	平煤股份	-26.3	-23.0	-31.3	36.0%
600985.SH	淮北矿业	-22.1	-13.0	-29.8	130.2%
601699.SH	潞安环能	-17.7	-8.1	-11.6	43.8%
000937.SZ	冀中能源	-14.1	-15.5	14.4	-192.4%
600997.SH	开滦股份	-10.8	-8.8	-4.7	-46.2%
600395.SH	盘江股份	-6.2	-4.1	-4.8	14.9%
600740.SH	山西焦化	0.2	-2.0	-7.3	258.4%
无烟煤					
600348.SH	阳泉煤业	-32.7	-12.0	-12.9	7.8%
600123.SH	兰花科创	-7.4	-6.0	-6.7	12.1%
601101.SH	昊华能源	-1.8	-6.6	-35.2	434.2%
000933.SZ	神火股份	12.9	2.9	22.8	675.8%
焦化					
000723.SZ	美锦能源	-28.1	-26.5	-5.8	-78.0%
600989.SH	宝丰能源	-17.1	-9.4	-28.7	205.5%
603113.SH	金能科技	-6.2	-14.4	-7.4	-48.7%
601011.SH	宝泰隆	-3.0	-2.3	-1.2	-46.1%
600792.SH	云煤能源	-0.5	-0.4	3.0	-773.5%
601015.SH	陕西黑猫	0.6	-0.6	-9.4	1508.6%
其他					
600180.SH	瑞茂通	-2.6	-2.6	-24.9	870.7%
600093.SH	易见股份	-2.0	-1.0	0.0	-99.0%
000968.SZ	蓝焰控股	-0.6	-0.7	-1.9	152.6%
总计*		-1,200.1	-631.5	-451.3	-28.5%
总计 (除神华)		-669.6	-492.5	-413.4	-16.1%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

*剔除焦化及其他公司

表 7: 2018-2019Q1-3 行业重点上市公司购建与处置固定资产、无形资产和其他长期资产发生现金流净额概览 (单位: 亿元)

代码	公司名称	2018A	2018Q1-3	2019Q1-3	2019Q1-3 同比
动力煤					
601088.SH	中国神华	199.93	116.58	104.53	-10.3%
601898.SH	中煤能源	93.39	84.21	73.49	-12.7%
600188.SH	兖州煤业	71.17	21.14	70.69	234.3%
601225.SH	陕西煤业	44.10	16.67	27.10	62.6%
002128.SZ	露天煤业	23.97	10.30	9.96	-3.3%
601001.SH	大同煤业	12.63	14.35	7.28	-49.3%
600508.SH	上海能源	10.11	9.13	8.59	-5.9%

600971.SH	恒源煤电	5.11	2.07	9.52	360.8%
601918.SH	新集能源	4.84	3.47	5.37	54.7%
600546.SH	山煤国际	4.80	2.15	5.49	155.0%
600403.SH	大有能源	3.79	0.44	1.36	209.4%
000780.SZ	平庄能源	2.20	1.08	1.07	-1.3%
600397.SH	安源煤业	2.13	2.14	1.02	-52.1%
000552.SZ	靖远煤电	1.32	0.28	0.08	-73.4%
600121.SH	郑州煤电	0.24	-0.02	0.00	-
炼焦煤					
000983.SZ	西山煤电	30.29	11.59	5.43	-53.2%
600157.SH	永泰能源	26.15	22.80	14.22	-37.6%
600985.SH	淮北矿业	13.93	4.72	19.73	318.2%
601699.SH	潞安环能	12.11	8.72	11.66	33.8%
601666.SH	平煤股份	10.02	10.01	18.52	85.0%
000937.SZ	冀中能源	8.00	6.61	6.29	-4.8%
600997.SH	开滦股份	7.22	4.82	5.31	10.2%
600395.SH	盘江股份	5.03	3.66	5.67	54.6%
600740.SH	山西焦化	0.94	2.04	0.82	-59.9%
无烟煤					
600348.SH	阳泉煤业	32.77	12.01	12.95	7.8%
600123.SH	兰花科创	11.17	8.14	6.68	-17.9%
601101.SH	昊华能源	1.81	4.06	5.26	29.6%
000933.SZ	神火股份	-4.22	4.99	-24.72	-
焦化					
600989.SH	宝丰能源	16.00	9.41	30.64	225.8%
603113.SH	金能科技	7.67	3.89	7.63	96.3%
000723.SZ	美锦能源	7.48	6.39	5.33	-16.5%
601015.SH	陕西黑猫	5.20	2.49	13.69	449.7%
601011.SH	宝泰隆	2.15	2.00	1.28	-35.9%
600792.SH	云煤能源	0.45	0.45	0.05	-87.8%
其他					
600093.SH	易见股份	0.71	0.72	0.01	-98.6%
000968.SZ	蓝焰控股	0.60	0.74	1.87	152.6%
600180.SH	瑞茂通	0.30	0.22	0.16	-28.3%
总计*		673.88	412.76	471.96	14.3%
总计* (除神华)		473.95	296.18	367.43	24.1%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

*剔除焦化及其他公司

其他指标：前三季度平均期间费用率基本平稳，经营性现金流同口径略增长，负债率继续回落

期间费用率方面，前三季度各煤炭上市公司期间费用率均值为14.4%，同比提升0.1pct。具体而言，管理费用率、销售费用率、财务费用率分别为7.7%、3.1%、3.6%，同比分别提升0.1pct、提升0.2pct和下降0.2pct。

经营性现金流方面，前三季度各煤炭公司经营性现金流净额平均为44.8亿元，同比下降5.1%，其中中国神华下降影响较大，主要由于财务公司影响和剥离电厂影响，剔除财务公司影响后，神华经营性现金流从18年前期的582亿下降8.1%至535亿。而除神华外，行业均值28.1亿元，同比增长3.7%，行业经营性现金流同口径平稳增长；销售收到现金/营业收入和经营现金流量净额/营业收入平均分别为92.3%和14.9%，同比下降0.8和下降2.0pct。

资产负债率方面，前三季度除露天煤业、平庄能源等少数公司资产负债率明显提升外，多数公司负债率仍在平稳回落，各公司资产负债率均值为54.6%，较18年末下降0.7pct，较去年同期下降0.3pct。其中，资产负债率较低的公司包括金能科技（22.2%）、靖远煤电（23.1%）、平庄能源（23.6%）、中国神华（26.1%）、宝丰能源（36.2%）和宝泰隆（37.8%）。

表 6：2018-2019Q1-3 行业重点上市公司费用率概览

		期间费用率		管理费用率		销售费用率		财务费用率	
		2019Q1-3	同比增减	2019Q1-3	同比增减	2019Q1-3	同比增减	2019Q1-3	同比增减
动力煤									
000780.SZ	平庄能源	30.2%	-4.5%	30.1%	-5.4%	2.3%	0.5%	-2.2%	0.5%
601001.SH	大同煤业	28.4%	-0.2%	3.8%	0.3%	20.7%	0.9%	4.0%	-1.4%
600403.SH	大有能源	20.9%	4.1%	15.5%	4.4%	1.9%	0.2%	3.5%	-0.4%
600121.SH	郑州煤电	18.2%	1.6%	10.8%	1.3%	2.0%	0.5%	5.4%	-0.2%
600971.SH	恒源煤电	17.8%	0.7%	14.5%	1.0%	1.6%	0.1%	1.7%	-0.3%
601898.SH	中煤能源	17.7%	0.7%	3.1%	-0.4%	10.8%	0.9%	3.8%	0.3%
601918.SH	新集能源	16.3%	-3.1%	5.9%	-1.4%	0.4%	-0.1%	9.9%	-1.7%
600508.SH	上海能源	14.1%	1.4%	10.4%	1.3%	1.9%	-0.3%	1.9%	0.5%
601225.SH	陕西煤业	11.4%	-1.1%	7.5%	-0.5%	3.7%	-0.6%	0.2%	0.0%
601088.SH	中国神华	8.7%	-0.3%	7.6%	0.2%	0.3%	0.0%	0.8%	-0.6%
600397.SH	安源煤业	8.3%	-0.5%	3.0%	-0.1%	0.9%	-0.4%	4.5%	-0.1%
600546.SH	山煤国际	8.0%	1.6%	3.4%	0.6%	2.1%	1.4%	2.5%	-0.4%
000552.SZ	靖远煤电	7.1%	0.3%	5.3%	0.6%	1.4%	-0.4%	0.4%	0.1%
600188.SH	兖州煤业	6.3%	-4.1%	2.2%	-1.7%	2.8%	-1.0%	1.3%	-1.4%
002128.SZ	露天煤业	4.5%	0.2%	1.5%	-1.5%	0.3%	0.0%	2.7%	1.7%
炼焦煤									
600157.SH	永泰能源	24.8%	0.1%	4.5%	0.2%	0.8%	0.4%	19.5%	-0.5%
000983.SZ	西山煤电	18.4%	1.6%	7.8%	0.9%	7.9%	0.6%	2.7%	0.1%
601699.SH	潞安环能	14.1%	-1.5%	9.8%	-0.2%	0.6%	-0.7%	3.7%	-0.5%

600395.SH	盘江股份	13.0%	1.9%	11.1%	1.9%	0.3%	-0.1%	1.6%	0.1%
000937.SZ	冀中能源	11.4%	-1.9%	7.7%	-1.0%	1.6%	-0.4%	2.2%	-0.5%
601666.SH	平煤股份	9.7%	-1.1%	4.1%	-0.4%	0.9%	-0.1%	4.6%	-0.6%
600985.SH	淮北矿业	8.8%	-1.2%	6.5%	-0.7%	0.5%	0.0%	1.8%	-0.5%
600740.SH	山西焦化	8.5%	1.2%	3.8%	1.1%	0.7%	0.0%	3.9%	0.2%
600997.SH	开滦股份	5.5%	0.4%	2.7%	0.5%	1.2%	-0.1%	1.6%	0.1%
无烟煤									
601101.SH	昊华能源	29.5%	7.8%	11.6%	2.9%	12.4%	3.0%	5.5%	1.8%
600123.SH	兰花科创	19.1%	-1.8%	12.6%	-0.9%	2.6%	-0.1%	4.0%	-0.8%
000933.SZ	神火股份	16.2%	0.9%	4.2%	0.4%	2.8%	0.9%	9.2%	-0.3%
600348.SH	阳泉煤业	6.3%	-0.4%	4.5%	0.2%	0.8%	0.0%	1.1%	-0.6%
焦化									
601011.SH	宝泰隆	11.5%	0.7%	8.0%	0.8%	1.7%	0.0%	1.8%	-0.1%
000723.SZ	美锦能源	10.5%	1.5%	3.8%	1.2%	5.0%	0.0%	1.7%	0.4%
600989.SH	宝丰能源	9.9%	-0.4%	4.0%	1.2%	3.2%	-0.1%	2.8%	-1.5%
601015.SH	陕西黑猫	7.7%	-0.4%	2.0%	0.7%	4.3%	-0.3%	1.4%	-0.8%
600792.SH	云煤能源	7.3%	-0.1%	3.4%	-0.2%	1.7%	-0.3%	2.2%	0.3%
603113.SH	金能科技	4.7%	0.4%	2.4%	0.4%	2.3%	0.1%	0.0%	0.0%
其他									
000968.SZ	蓝焰控股	15.1%	0.0%	8.1%	0.9%	0.4%	-0.1%	6.5%	-0.8%
600180.SH	瑞茂通	7.9%	2.6%	0.9%	0.3%	5.3%	2.8%	1.6%	-0.4%
600093.SH	易见股份	1.7%	0.5%	0.6%	0.2%	0.0%	0.0%	0.9%	0.2%
算术平均*		14.4%	0.1%	7.7%	0.1%	3.1%	0.2%	3.6%	-0.2%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

*剔除焦化及其他公司

表 7: 2018-2019Q1-3行业重点上市公司现金流概览(单位: 亿元)

		经营性现金流			销售收到现金/营业收入			经营性现金流/营业收入		
		2018Q1-3	2019Q1-3	同比	2018Q1-3	2019Q1-3	同比	2018Q1-3	2019Q1-3	同比
动力煤										
601088.SH	中国神华	678.2	567.6	-16.3%	115.2%	115.8%	0.6%	34.9%	31.9%	-3.0%
601898.SH	中煤能源	168.2	169.1	0.5%	114.8%	113.0%	-1.8%	21.8%	17.9%	-3.9%
601225.SH	陕西煤业	128.5	156.0	21.4%	95.3%	100.8%	5.5%	31.2%	30.7%	-0.5%
600188.SH	兖州煤业	126.5	148.3	17.2%	105.6%	106.8%	1.2%	10.6%	9.9%	-0.8%
601918.SH	新集能源	30.0	31.6	5.1%	117.3%	115.9%	-1.4%	44.6%	44.0%	-0.5%
601001.SH	大同煤业	25.7	19.5	-23.9%	121.6%	107.3%	-14.3%	32.5%	22.3%	10.2%
600971.SH	恒源煤电	12.5	12.6	0.5%	138.2%	138.1%	-0.1%	26.9%	26.8%	-0.2%
600508.SH	上海能源	12.2	18.5	51.5%	112.8%	114.5%	1.7%	23.6%	33.3%	9.7%
600546.SH	山煤国际	12.1	16.2	33.8%	76.5%	90.2%	13.7%	3.4%	5.1%	1.8%
600403.SH	大有能源	11.1	3.9	-65.4%	98.2%	90.1%	-8.1%	19.1%	8.5%	10.7%

002128.SZ	露天煤业	11.1	26.4	137.1%	77.8%	89.5%	11.6%	18.8%	18.6%	-0.2%
000552.SZ	靖远煤电	3.3	4.5	35.5%	93.5%	90.8%	-2.8%	10.8%	15.5%	4.7%
600121.SH	郑州煤电	2.3	-0.9	-	94.6%	100.2%	5.6%	6.2%	-3.0%	-9.2%
600397.SH	安源煤业	-1.0	0.7	-	75.9%	70.1%	-5.8%	-2.8%	1.8%	4.6%
000780.SZ	平庄能源	-4.8	-2.6	-	100.6%	82.3%	-18.3%	-31.5%	-16.6%	14.9%
炼焦煤										
600985.SH	淮北矿业	52.2	64.0	22.8%	47.8%	65.9%	18.2%	11.6%	13.9%	2.2%
000983.SZ	西山煤电	51.0	50.4	-1.2%	79.9%	91.6%	11.6%	21.8%	20.4%	-1.4%
601699.SH	潞安环能	47.6	46.3	-2.8%	99.8%	115.1%	15.4%	27.5%	26.6%	-0.9%
600157.SH	永泰能源	39.2	37.4	-4.4%	105.8%	79.1%	-26.7%	23.6%	24.5%	1.0%
601666.SH	平煤股份	35.7	20.5	-42.6%	93.9%	78.5%	-15.4%	24.6%	11.5%	-
600997.SH	开滦股份	24.3	16.8	-30.7%	87.7%	80.0%	-7.7%	15.7%	10.7%	-5.0%
000937.SZ	冀中能源	23.3	20.3	-13.0%	97.6%	96.9%	-0.7%	14.3%	12.0%	-2.3%
600395.SH	盘江股份	8.7	13.2	50.4%	100.8%	92.0%	-8.9%	19.7%	26.6%	6.9%
600740.SH	山西焦化	1.4	0.7	-46.3%	99.5%	98.0%	-1.5%	2.6%	1.4%	-1.2%
无烟煤										
601101.SH	昊华能源	23.4	16.4	-30.1%	118.1%	113.9%	-4.2%	54.2%	38.8%	-
600348.SH	阳泉煤业	12.0	7.4	-37.8%	113.6%	111.8%	-1.8%	4.7%	3.0%	-1.7%
600123.SH	兰花科创	11.2	8.4	-25.4%	71.7%	76.9%	5.2%	17.8%	13.6%	-4.2%
000933.SZ	神火股份	5.5	7.7	39.7%	73.9%	74.1%	0.2%	3.9%	5.8%	1.9%
焦化										
600989.SH	宝丰能源	22.0	23.5	6.8%	67.0%	73.7%	6.8%	23.7%	24.1%	0.4%
603113.SH	金能科技	12.9	2.2	-83.2%	78.1%	70.8%	-7.2%	20.4%	3.5%	-
000723.SZ	美锦能源	10.2	12.7	24.4%	46.8%	57.6%	10.8%	9.7%	11.7%	2.0%
601011.SH	宝泰隆	5.3	3.5	-33.9%	103.9%	101.8%	-2.1%	20.5%	16.6%	-4.0%
600792.SH	云煤能源	2.8	-6.0	-	69.8%	57.0%	-12.8%	7.2%	-14.2%	-
601015.SH	陕西黑猫	0.3	5.8	1829.4%	71.3%	77.6%	6.3%	0.4%	8.1%	7.7%
其他										
600180.SH	瑞茂通	30.6	52.6	72.1%	114.4%	113.4%	-1.0%	10.8%	20.3%	9.5%
600093.SH	易见股份	15.4	-0.6	-	111.0%	115.7%	4.7%	12.9%	-0.7%	-
000968.SZ	蓝焰控股	2.8	4.5	61.5%	60.2%	85.6%	25.4%	19.5%	30.4%	11.0%
算术平均*		47.2	44.8	-5.1%	93.1%	92.3%	-0.8%	16.9%	14.9%	-2.0%
算术平均*(除神华)		27.1	28.1	3.7%	92.6%	92.7%	0.0%	16.2%	14.5%	-1.6%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

*剔除焦化及其他公司

表 8: 2018-2019Q1-3 行业重点上市公司现金流概览 (单位: 亿元)

		经营性现金流			销售收到现金/营业收入			经营性现金流/营业收入		
		2018Q1-3	2019Q1-3	同比	2018Q1-3	2019Q1-3	同比	2018Q1-3	2019Q1-3	同比
动力煤										
601088.SH	中国神华	678.2	567.6	-16.3%	115.2%	115.8%	0.6%	34.9%	31.9%	-3.0%
601898.SH	中煤能源	168.2	169.1	0.5%	114.8%	113.0%	-1.8%	21.8%	17.9%	-3.9%
601225.SH	陕西煤业	128.5	156.0	21.4%	95.3%	100.8%	5.5%	31.2%	30.7%	-0.5%
600188.SH	兖州煤业	126.5	148.3	17.2%	105.6%	106.8%	1.2%	10.6%	9.9%	-0.8%
601918.SH	新集能源	30.0	31.6	5.1%	117.3%	115.9%	-1.4%	44.6%	44.0%	-0.5%
601001.SH	大同煤业	25.7	19.5	-23.9%	121.6%	107.3%	-14.3%	32.5%	22.3%	-10.2%
600971.SH	恒源煤电	12.5	12.6	0.5%	138.2%	138.1%	-0.1%	26.9%	26.8%	-0.2%
600508.SH	上海能源	12.2	18.5	51.5%	112.8%	114.5%	1.7%	23.6%	33.3%	9.7%
600546.SH	山煤国际	12.1	16.2	33.8%	76.5%	90.2%	13.7%	3.4%	5.1%	1.8%
600403.SH	大有能源	11.1	3.9	-65.4%	98.2%	90.1%	-8.1%	19.1%	8.5%	-10.7%
002128.SZ	露天煤业	11.1	26.4	137.1%	77.8%	89.5%	11.6%	18.8%	18.6%	-0.2%
000552.SZ	靖远煤电	3.3	4.5	35.5%	93.5%	90.8%	-2.8%	10.8%	15.5%	4.7%
600121.SH	郑州煤电	2.3	-0.9	-	94.6%	100.2%	5.6%	6.2%	-3.0%	-9.2%
600397.SH	安源煤业	-1.0	0.7	-	75.9%	70.1%	-5.8%	-2.8%	1.8%	4.6%
000780.SZ	平庄能源	-4.8	-2.6	-	100.6%	82.3%	-18.3%	-31.5%	-16.6%	14.9%
炼焦煤										
600985.SH	淮北矿业	52.2	64.0	22.8%	47.8%	65.9%	18.2%	11.6%	13.9%	2.2%
000983.SZ	西山煤电	51.0	50.4	-1.2%	79.9%	91.6%	11.6%	21.8%	20.4%	-1.4%
601699.SH	潞安环能	47.6	46.3	-2.8%	99.8%	115.1%	15.4%	27.5%	26.6%	-0.9%
600157.SH	永泰能源	39.2	37.4	-4.4%	105.8%	79.1%	-26.7%	23.6%	24.5%	1.0%
601666.SH	平煤股份	35.7	20.5	-42.6%	93.9%	78.5%	-15.4%	24.6%	11.5%	-13.1%
600997.SH	开滦股份	24.3	16.8	-30.7%	87.7%	80.0%	-7.7%	15.7%	10.7%	-5.0%
000937.SZ	冀中能源	23.3	20.3	-13.0%	97.6%	96.9%	-0.7%	14.3%	12.0%	-2.3%
600395.SH	盘江股份	8.7	13.2	50.4%	100.8%	92.0%	-8.9%	19.7%	26.6%	6.9%
600740.SH	山西焦化	1.4	0.7	-46.3%	99.5%	98.0%	-1.5%	2.6%	1.4%	-1.2%
无烟煤										
601101.SH	昊华能源	23.4	16.4	-30.1%	118.1%	113.9%	-4.2%	54.2%	38.8%	-15.4%
600348.SH	阳泉煤业	12.0	7.4	-37.8%	113.6%	111.8%	-1.8%	4.7%	3.0%	-1.7%
600123.SH	兰花科创	11.2	8.4	-25.4%	71.7%	76.9%	5.2%	17.8%	13.6%	-4.2%
000933.SZ	神火股份	5.5	7.7	39.7%	73.9%	74.1%	0.2%	3.9%	5.8%	1.9%
焦化										
600989.SH	宝丰能源	22.0	23.5	6.8%	67.0%	73.7%	6.8%	23.7%	24.1%	0.4%
603113.SH	金能科技	12.9	2.2	-83.2%	78.1%	70.8%	-7.2%	20.4%	3.5%	-16.9%
000723.SZ	美锦能源	10.2	12.7	24.4%	46.8%	57.6%	10.8%	9.7%	11.7%	2.0%
601011.SH	宝泰隆	5.3	3.5	-33.9%	103.9%	101.8%	-2.1%	20.5%	16.6%	-4.0%
600792.SH	云煤能源	2.8	-6.0	-	69.8%	57.0%	-12.8%	7.2%	-14.2%	-21.4%
601015.SH	陕西黑猫	0.3	5.8	-	71.3%	77.6%	6.3%	0.4%	8.1%	7.7%
其他										

600180.SH	瑞茂通	30.6	52.6	72.1%	114.4%	113.4%	-1.0%	10.8%	20.3%	9.5%
600093.SH	易见股份	15.4	-0.6	-	111.0%	115.7%	4.7%	12.9%	-0.7%	-13.6%
000968.SZ	蓝焰控股	2.8	4.5	61.5%	60.2%	85.6%	25.4%	19.5%	30.4%	11.0%
算术平均*		47.2	44.8	-5.1%	93.1%	92.3%	-0.8%	16.9%	14.9%	-2.0%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

*剔除焦化及其他公司

表 9: 2018-2019Q1-3 行业重点上市公司资产负债率概览

代码	公司名称	2018A	2018Q3	2019Q3	2019Q3 同比
动力煤					
600397.SH	安源煤业	88.7%	88.8%	89.9%	1.1%
601918.SH	新集能源	79.5%	78.7%	73.3%	-5.4%
600546.SH	山煤国际	79.4%	81.2%	73.9%	-7.3%
600121.SH	郑州煤电	65.6%	59.5%	65.7%	6.3%
601001.SH	大同煤业	61.0%	60.6%	56.6%	-4.0%
600188.SH	兖州煤业	58.3%	57.8%	57.8%	-0.1%
601898.SH	中煤能源	58.2%	57.7%	56.9%	-0.8%
600403.SH	大有能源	50.7%	54.7%	52.4%	-2.3%
600971.SH	恒源煤电	45.0%	49.3%	46.2%	-3.1%
601225.SH	陕西煤业	44.9%	44.1%	38.9%	-5.2%
600508.SH	上海能源	35.0%	34.7%	41.1%	6.3%
601088.SH	中国神华	31.1%	33.1%	26.1%	-7.0%
002128.SZ	露天煤业	30.2%	28.9%	47.0%	18.1%
000552.SZ	靖远煤电	27.9%	26.7%	23.1%	-3.6%
000780.SZ	平庄能源	20.1%	18.9%	23.6%	4.7%
炼焦煤					
600157.SH	永泰能源	73.3%	73.5%	72.9%	-0.6%
601666.SH	平煤股份	70.0%	68.9%	70.0%	1.1%
600985.SH	淮北矿业	65.6%	67.0%	63.9%	-3.1%
601699.SH	潞安环能	65.6%	64.3%	63.1%	-1.2%
000983.SZ	西山煤电	64.0%	61.1%	62.4%	1.3%
000937.SZ	冀中能源	52.9%	52.8%	48.5%	-4.3%
600740.SH	山西焦化	51.5%	48.8%	48.5%	-0.3%
600997.SH	开滦股份	49.5%	47.2%	48.4%	1.2%
600395.SH	盘江股份	47.5%	43.1%	47.5%	4.4%
无烟煤					
000933.SZ	神火股份	85.7%	85.1%	81.5%	-3.6%
600123.SH	兰花科创	54.4%	57.7%	55.5%	-2.3%
600348.SH	阳泉煤业	52.5%	54.7%	49.9%	-4.8%
601101.SH	昊华能源	38.8%	38.3%	43.0%	4.7%
焦化					
000723.SZ	美锦能源	56.7%	60.0%	51.3%	-8.8%

600989.SH	宝丰能源	49.0%	53.3%	36.2%	-17.0%
601015.SH	陕西黑猫	47.9%	48.0%	46.8%	-1.2%
600792.SH	云煤能源	40.7%	42.5%	41.6%	-1.0%
601011.SH	宝泰隆	37.8%	36.5%	37.8%	1.3%
603113.SH	金能科技	28.4%	28.1%	22.2%	-6.0%
其他					
600180.SH	瑞茂通	72.3%	72.8%	71.6%	-1.2%
000968.SZ	蓝焰控股	50.8%	50.0%	46.0%	-4.0%
600093.SH	易见股份	49.1%	44.6%	51.6%	7.0%
算术平均*		55.2%	54.9%	54.6%	-0.3%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

*剔除焦化及其他公司

经营状况: 前三季度整体产销量小幅增长, 吨煤价格略有回落, 平均吨煤净利约 77 元

产销量: 前三季度整体产销量同比增长 4.9%和 10.7%

前三季度有披露经营数据的各公司产量和销量合计分别为6.5亿吨和9.8亿吨, 同比分别增长4.9%和10.7%, 其中产量同比增速与全国规模以上企业产量增速接近。而除中国神华外产销量合计为4.4亿吨和6.5亿吨, 同比增长幅度分别为9.1%和18.9%。

产量方面, 前三季度各公司产量同比有增有减, 其中神华前三季度产量同比下降2.7%。增幅较大的公司包括昊华能源(同比+44.8%, 主要由于高家梁和红庆梁煤矿投入运营)、中煤能源(同比+38.1%, 主要由于母杜柴登煤矿、纳林河二号煤矿投产运营)、大同煤业(+31.7%, 主要由于塔山矿产量增加)。

销量方面, 前三季度各公司产量同比也有增有减, 其中山煤国际、中煤能源、陕西的增幅居前, 同比分别+57.1%、+41.9%、+21.0%。

表 10: 2018-2019Q1-3行业重点上市公司煤炭/焦炭产量(单位: 万吨)

代码	公司名称	18Q3	19Q1	19Q2	19Q3	19Q3 同比	19Q3 环比	18Q1-3	19Q1-3	19Q1-3 同比
动力煤										
601088.SH	中国神华	7,420	7,150	7,390	6,870	-7.4%	-7.0%	22,000	21,410	-2.7%
601225.SH	陕西煤业	2,735	2,396	2,974	2,982	9.0%	0.3%	8,006	8,352	4.3%
600188.SH	兖州煤业	2,248	2,319	2,380	2,238	-0.4%	-5.9%	7,098	6,937	-2.3%
601898.SH	中煤能源	1,906	2,460	2,596	2,660	39.6%	2.5%	5,587	7,716	38.1%
600546.SH	山煤国际	882	833	997	1,104	25.2%	10.7%	2,095	2,934	40.0%
601001.SH	大同煤业	654	744	885	889	36.1%	0.5%	1,913	2,518	31.7%

600403.SH	大有能源	399	397	285	392	-1.7%	37.5%	1,187	1,074	-9.5%
601918.SH	新集能源	366	398	408	426	16.2%	4.3%	1,153	1,232	6.9%
000552.SZ	靖远煤电	255	234	209	212	-17.1%	1.2%	750	655	-12.8%
600971.SH	恒源煤电	267	230	237	209	-21.8%	-12.1%	808	676	-16.4%
600121.SH	郑州煤电	211	190	191	179	-15.2%	-6.1%	615	560	-8.9%
600508.SH	上海能源	198	194	183	205	3.9%	12.2%	594	582	-1.9%
600397.SH	安源煤业	58	55	45	53	-7.9%	19.4%	160	153	-4.1%
炼焦煤										
601666.SH	平煤股份	801	737	697	686	-14.3%	-1.5%	2,332	2,120	-9.1%
600985.SH	淮北矿业	565	537	536	510	-9.8%	-4.9%	1,728	1,582	-8.4%
600157.SH	永泰能源	203	215	198	204	0.6%	3.0%	692	617	-10.9%
600395.SH	盘江股份	159	182	187	194	22.1%	3.9%	481	563	16.9%
600997.SH	开滦股份	192	192	183	171	-10.9%	-6.3%	599	546	-8.8%
无烟煤										
600348.SH	阳泉煤业	973	1,015	1,002	1,039	6.8%	3.7%	2,858	3,056	6.9%
601101.SH	昊华能源	324	279	359	389	19.8%	8.1%	709	1,027	44.8%
600123.SH	兰花科创	195	224	240	200	2.9%	-16.5%	570	664	16.4%
焦化										
601015.SH	陕西黑猫	132	120	120	123	-6.8%	2.3%	371	363	-2.0%
600740.SH	山西焦化	72	61	79	72	0.0%	-8.9%	226	212	-6.2%
603113.SH	金能科技	55	52	55	53	-5.0%	-4.6%	149	160	7.3%
600792.SH	云煤能源	49	52	50	57	14.6%	14.2%	144	158	9.6%
601011.SH	宝泰隆	37	37	35	29	-21.3%	-16.7%	112	102	-9.4%
600989.SH	宝丰能源				115				343	
焦化总计		346	322	339	333	-3.6%	-1.6%	1,002	995	-0.7%
煤炭总计		21,009	20,980	22,182	21,812	3.8%	-1.7%	61,934	64,974	4.9%
煤炭总计(除神华)		13,589	13,830	14,792	14,942	10.0%	1.0%	39,934	43,564	9.1%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 11：2018-2019Q1-3行业重点上市公司煤炭/焦炭销量（单位：万吨）

代码	公司名称	18Q3	19Q1	19Q2	19Q3	19Q3 同比	19Q3 环比	18Q1-3	19Q1-3	19Q1-3 同比
动力煤										
601088.SH	中国神华	11,470	10,510	11,200	11,460	-0.1%	2.3%	34,000	33,170	-2.4%
601225.SH	陕西煤业	3,660	3,383	4,347	4,611	26.0%	6.1%	10,202	12,341	21.0%
600546.SH	山煤国际	3,569	2,289	3,590	3,358	-5.9%	-6.5%	5,879	9,237	57.1%
601898.SH	中煤能源	3,513	5,030	5,285	5,914	68.3%	11.9%	11,438	16,229	41.9%
600188.SH	兖州煤业	2,719	2,644	2,885	2,871	5.6%	-0.5%	8,269	8,400	1.6%
601001.SH	大同煤业	550	620	730	777	41.2%	6.4%	1,913	2,127	11.2%
600403.SH	大有能源	405	371	270	343	-15.3%	27.1%	1,212	984	-18.8%
601918.SH	新集能源	368	399	401	436	18.5%	8.6%	1,142	1,236	8.2%
600971.SH	恒源煤电	234	237	240	188	-19.5%	-21.8%	683	665	-2.7%

000552.SZ	靖远煤电	230	259	174	175	-23.9%	0.7%	720	608	-15.6%
600121.SH	郑州煤电	220	185	185	192	-12.6%	3.8%	638	562	-12.0%
600508.SH	上海能源	140	131	117	120	-14.1%	3.0%	422	367	-13.0%
600397.SH	安源煤业	61	49	50	39	-36.4%	-22.1%	170	138	-18.9%
炼焦煤										
601666.SH	平煤股份	612	707	664	558	-8.8%	-16.0%	1,787	1,929	7.9%
600985.SH	淮北矿业	494	465	437	415	-15.9%	-4.9%	1,560	1,317	-15.6%
600157.SH	永泰能源	197	188	203	201	2.2%	-0.6%	682	592	-13.2%
600395.SH	盘江股份	178	195	203	213	19.4%	4.5%	535	611	14.2%
600997.SH	开滦股份	181	194	184	170	-6.0%	-7.6%	526	549	4.2%
无烟煤										
600348.SH	阳泉煤业	1,852	1,796	1,636	2,021	9.1%	23.5%	5,469	5,453	-0.3%
601101.SH	昊华能源	313	327	376	425	35.7%	12.9%	952	1,128	18.5%
600123.SH	兰花科创	196	198	218	196	0.0%	-10.1%	537	611	13.9%
焦化										
601015.SH	陕西黑猫	126	124	127	109	-13.2%	-13.7%	360	360	-0.1%
600740.SH	山西焦化	65	63	78	74	13.8%	-5.1%	228	215	-5.7%
600792.SH	云煤能源	54	53	52	53	-1.6%	1.3%	154	158	3.0%
603113.SH	金能科技	53	53	55	53	-0.9%	-3.4%	147	160	8.9%
601011.SH	宝泰隆	37	32	33	27	-26.0%	-18.6%	106	92	-12.6%
600989.SH	宝丰能源				119				345	
焦化总计		335	324	345	317	-5.5%	-8.3%	995	986	-0.9%
煤炭总计		31,160	30,177	33,395	34,682	11.3%	3.9%	88,737	98,254	10.7%
煤炭总计 (除神华)		19,690	19,667	22,195	23,222	17.9%	4.6%	54,737	65,084	18.9%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

价格&成本: 前三季度吨煤价格同比降幅 0.7%，吨煤成本平均涨幅 3.4%，平均吨煤净利约 77 元

吨煤售价和成本方面，前三季度多数公司煤价小幅回落，而成本相比去年同期有所提升。根据我们测算，各公司吨煤价格平均同比降幅约 2.2%；吨煤成本平均同比小幅提升 3.4%。其中，上海能源、安源煤业及淮北矿业吨煤价格同比上涨幅度均达到 30 元/吨以上，分别增长 88 元/吨、64 元/吨和 38 元/吨。

吨煤盈利方面，按原煤产量和扣非净利润口径来测算，前三季度各公司吨煤净利平均约为 77 元/吨，同比下降 7 元/吨或 7.8%。其中，淮北矿业、盘江股份等公司吨煤净利在 120 元/吨以上。

表 12: 2018-2019Q1-3行业重点上市公司煤炭/焦炭价格 (单位: 元/吨)

代码	公司名称	18Q3	19Q1	19Q2	19Q3	19Q3 同比	19Q3 环比	18Q1-3	19Q1-3	19Q1-3 同比
动力煤										
600508.SH	上海能源	948	1039	1064	1053	11.1%	-1.0%	963	1051	9.2%
600397.SH	安源煤业	641	757	816	539	-16.0%	-33.9%	653	717	9.8%
600971.SH	恒源煤电	608	636	656	686	12.8%	4.6%	638	657	3.1%
600188.SH	兖州煤业	585	596	536	536	-8.2%	0.0%	554	555	0.2%
601898.SH	中煤能源	592	456	477	456	-22.9%	-4.4%	520	463	-11.0%
601918.SH	新集能源	483	464	482	478	-1.0%	-0.8%	481	474	-1.5%
600121.SH	郑州煤电	463	422	442	410	-11.6%	-7.3%	462	424	-8.1%
601001.SH	大同煤业	440	400	394	372	-15.4%	-5.6%	458	388	-15.4%
601088.SH	中国神华	428	411	428	437	2.1%	2.0%	431	426	-1.2%
600546.SH	山煤国际	423	359	319	347	-18.1%	8.7%	365	339	-7.1%
600403.SH	大有能源	401	369	375	357	-11.0%	-4.7%	403	367	-8.9%
601225.SH	陕西煤业	386	421	405	367	-4.8%	-9.4%	385	396	2.7%
炼焦煤										
600395.SH	盘江股份	804	812	779	745	-7.4%	-4.4%	796	777	-2.3%
600985.SH	淮北矿业	710	727	757	723	1.8%	-4.5%	697	735	5.5%
601666.SH	平煤股份	741	677	779	772	4.3%	-0.9%	719	740	2.9%
无烟煤										
600123.SH	兰花科创	650	604	550	556	-14.5%	1.1%	640	570	-11.1%
600348.SH	阳泉煤业	428	410	430	398	-7.0%	-7.5%	435	411	-5.4%
601101.SH	昊华能源	341	378	314	325	-4.5%	3.6%	368	337	-8.3%
焦化										
603113.SH	金能科技	2164	1975	1999	1926	-11.0%	-3.7%	1992	1967	-1.2%
600792.SH	云煤能源	2025	2023	1964	2022	-0.2%	2.9%	1981	2003	1.1%
601011.SH	宝泰隆	1919	1722	1710	1669	-13.0%	-2.4%	1775	1702	-4.1%
601015.SH	陕西黑猫	1849	1699	1653	1652	-10.6%	0.0%	1679	1669	-0.6%
600740.SH	山西焦化	1839	1657	1665	1587	-13.7%	-4.7%	1685	1636	-2.9%
600989.SH	宝丰能源				1170			1206	1195	-0.9%
焦化平均						-9.7%	-1.6%			-1.5%
煤炭平均						-6.1%	-3.6%			-2.6%

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表 13: 2018-2019Q1-3行业重点上市公司煤炭/焦炭成本 (单位: 元/吨)

代码	公司名称	18Q3	19Q1	19Q2	19Q3	19Q3 同比	19Q3 环比	18Q1-3	19Q1-3	19Q1-3 同比
动力煤										
600508.SH	上海能源	526	561	539	517	-1.8%	-4.1%	487	539	10.7%
600397.SH	安源煤业	461	521	645	532	15.6%	-17.5%	446	569	27.5%
601898.SH	中煤能源	417	307	312	318	-23.8%	2.0%	356	313	-12.1%

600971.SH	恒源煤电	376	401	420	381	1.4%	-9.3%	404	402	-0.6%
600546.SH	山煤国际	370	291	250	289	-22.1%	15.4%	310	274	-11.6%
600188.SH	兖州煤业	347	336	311	367	5.9%	18.1%	303	335	10.4%
601918.SH	新集能源	295	288	292	282	-4.5%	-3.5%	266	287	8.0%
600121.SH	郑州煤电	282	304	287	315	11.9%	9.9%	271	302	11.8%
600403.SH	大有能源	231	235	285	244	5.7%	-14.3%	243	252	3.7%
601001.SH	大同煤业	202	184	159	171	-15.1%	7.9%	192	171	-11.0%
601225.SH	陕西煤业	181	234	225	212	17.4%	-5.7%	183	223	21.7%
601088.SH	中国神华	106	117	105	105	-0.8%	0.2%	111	109	-1.8%
炼焦煤										
601666.SH	平煤股份	561	516	616	577	2.7%	-6.3%	546	568	4.1%
600395.SH	盘江股份	529	519	500	454	-14.1%	-9.2%	525	490	-6.6%
600985.SH	淮北矿业	440	455	449	443	0.7%	-1.4%	432	449	4.1%
无烟煤										
600348.SH	阳泉煤业	343	340	335	325	-5.4%	-3.2%	359	333	-7.2%
600123.SH	兰花科创	254	245	233	248	-2.4%	6.8%	243	241	-0.8%
601101.SH	昊华能源	176	142	132	160	-8.9%	20.7%	163	146	-10.4%
焦化										
601015.SH	陕西黑猫	1688	1479	1449	1311	-22.3%	-9.5%	1593	1417	-11.0%
600792.SH	云煤能源	1638	1676	1559	1556	-5.0%	-0.1%	1645	1597	-2.9%
600740.SH	山西焦化	1494	1608	1609	1581	5.9%	-1.7%	1511	1599	5.8%
601011.SH	宝泰隆	1489	1631	1674	1624	9.1%	-2.9%	1412	1644	16.5%
焦化平均						-6.7%	-4.1%			0.2%
煤炭平均						-0.9%	-2.4%			3.4%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 14：2018-2019Q1-3行业重点上市公司煤炭/焦炭吨净利（单位：元/吨）

代码	公司名称	18Q3	19Q1	19Q2	19Q3	19Q3 同比	19Q3 环比	18Q1-3	19Q1-3	19Q1-3 同比
动力煤										
601225.SH	陕西煤业	160	146	162	155	-2.8%	-4.2%	165	155	-5.9%
601088.SH	中国神华	126	114	111	130	2.9%	16.5%	119	118	-0.7%
601898.SH	中煤能源	107	105	128	100	-6.5%	-22.1%	114	111	-2.6%
600188.SH	兖州煤业	90	127	158	87	-3.1%	-44.8%	111	125	12.3%
600971.SH	恒源煤电	89	104	107	108	21.4%	0.2%	86	106	23.9%
600508.SH	上海能源	74	113	125	79	7.4%	-36.8%	124	105	-15.0%
600121.SH	郑州煤电	62	14	31	-24	-	-	54	8	-
601918.SH	新集能源	59	116	90	96	62.0%	6.3%	82	100	22.3%
000552.SZ	靖远煤电	59	63	61	47	-19.3%	-22.2%	65	57	-11.8%
600403.SH	大有能源	55	31	-15	0	-99.5%	-	57	8	-86.8%
601001.SH	大同煤业	49	49	39	40	-18.3%	2.6%	58	43	-26.9%

600397.SH	安源煤业	44	40	-18	-178	-	-	63	-53	-
600546.SH	山煤国际	43	54	65	38	-12.5%	-41.8%	68	52	-24.4%
炼焦煤										
600395.SH	盘江股份	127	161	141	141	11.2%	-0.1%	145	148	2.0%
601666.SH	平煤股份	31	49	45	47	52.5%	5.3%	26	47	80.8%
600985.SH	淮北矿业	-	163	189	173	-	-8.3%	-	175	-
600157.SH	永泰能源	-115	17	32	25	-121.6%	-22.2%	-80	24	-
无烟煤										
600123.SH	兰花科创	168	81	132	87	-48.1%	-33.9%	147	101	-31.0%
601101.SH	昊华能源	98	89	79	31	-68.2%	-60.6%	144	64	-55.5%
600348.SH	阳泉煤业	46	54	55	54	18.8%	-1.1%	48	54	14.1%
焦化										
603113.SH	金能科技	679	225	386	332	-51.1%	-14.1%	568	316	-44.4%
601011.SH	宝泰隆	325	144	24	-83	-	-	236	37	-84.2%
600792.SH	云煤能源	159	36	172	194	21.6%	12.4%	57	135	135.1%
601015.SH	陕西黑猫	72	16	-35	50	-31.0%	-	55	10	-81.0%
	焦化平均	309	105	137	123	-60.1%	-10.0%	229	125	-45.6%
	煤炭平均	72	85	86	62	-14.4%	-28.0%	84	77	-7.8%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

行业观点：煤价有望逐步企稳，龙头公司盈利稳健性增强，行业估值处于低位

煤炭市场方面，近期动力煤价格延续弱势，目前秦港5500大卡动力末煤平仓价回落至557元/吨，而焦煤市场逐步企稳。展望后期，沿海电厂耗煤同比继续改善，焦煤产业链开工率维持高位，而供给端安监、环保、进口煤也延续较严的力度，总体看预计煤价有望维持中高位运行。

板块方面，近期煤炭下游总体仍延续平稳增长，特别是9月以来随着水电出力减少，火电发电量和电厂耗煤增速明显改善。供给端，9月原煤产量3.2亿吨，同比增长4.4%，10月以来各地煤矿发生多起安全事故，临近年底预计安监环保力度有望加强，产量释放受限；而进口方面9月煤炭进口量3029万吨，环比下降8.1%，预计4季度环比有望继续下滑。我们维持前期观点，煤炭价格特别是影响多数公司盈利的长协价格未来将逐步趋稳，中长期煤炭供需基本平衡，龙头企业盈利稳定性较高，部分分红率较高的公司价值显现。今年以来虽然煤价整体有明显回落，但多数公司盈利稳健增长，根据三季报，我们覆盖的28家煤炭开采公司前三季度合计归母净利润和扣非后净利分别为827亿元和761亿元，同比增长11.3%和7.0%，神华、陕煤等公司业绩均好于预期。目前行业PB(LF)约1.0倍，龙头公司的动态PE基本为6-9倍，分红收益率达到4-6%的水平。预计在行业龙头盈利稳定性不断增强的预期下，估值整体有望提升。建议重点关注：陕西煤业、中国神华、兖州煤业、潞安环

能等行业白马龙头。

风险提示

下游需求增速不及预期，进口煤过快增长，煤价超预期下跌，各公司成本费用过快上涨。

广发煤炭行业研究小组

- 沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2014-2017年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名。
- 安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2014-2017年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名。
- 宋炜：资深分析师，上海交通大学金融学硕士，2016-2017年煤炭行业新财富第一名团队成员。
- 康凯：研究助理，北京大学数学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。